

学校编码: 10384

分类号 _____ 密级 _____

学号: 17620071151771

UDC _____

厦 门 大 学

硕 士 学 位 论 文

证券分析师盈利预测准确度影响因素
的实证研究

An Empirical Study on the Factors Determining
Analysts' Earnings Forecast Accuracy

谢 志 才

指导教师姓名: 吴世农 教授

专 业 名 称: 企 业 管 理

论文提交日期: 2010 年 4 月

论文答辩日期: 2010 年 月

学位授予日期: 2010 年 月

答辩委员会主席: _____

评 阅 人: _____

2010 年 4 月

厦门大学学位论文原创性声明

本人呈交的学位论文是本人在导师指导下,独立完成的研究成果。本人在论文写作中参考其他个人或集体已经发表的研究成果,均在文中以适当方式明确标明,并符合法律规范和《厦门大学研究生学术活动规范(试行)》。

另外,该学位论文为()课题(组)的研究成果,获得()课题(组)经费或实验室的资助,在()实验室完成。(请在以上括号内填写课题或课题组负责人或实验室名称,未有此项声明内容的,可以不作特别声明。)

声明人(签名):

年 月 日

厦门大学学位论文著作权使用声明

本人同意厦门大学根据《中华人民共和国学位条例暂行实施办法》等规定保留和使用此学位论文，并向主管部门或其指定机构送交学位论文（包括纸质版和电子版），允许学位论文进入厦门大学图书馆及其数据库被查阅、借阅。本人同意厦门大学将学位论文加入全国博士、硕士学位论文共建单位数据库进行检索，将学位论文的标题和摘要汇编出版，采用影印、缩印或者其它方式合理复制学位论文。

本学位论文属于：

（ ） 1.经厦门大学保密委员会审查核定的保密学位论文，
于 年 月 日解密，解密后适用上述授权。

（ ） 2.不保密，适用上述授权。

（请在以上相应括号内打“√”或填上相应内容。保密学位论文应是已经厦门大学保密委员会审定过的学位论文，未经厦门大学保密委员会审定的学位论文均为公开学位论文。此声明栏不填写的，默认为公开学位论文，均适用上述授权。）

声明人（签名）：

年 月 日

厦门大学博硕士论文摘要库

摘要

随着证券市场的演进，证券分析师的角色逐渐脱颖而出。09 年，CSMAR 统计的 31 家卖方证券公司的卖方证券分析师人数为 1002 人，当年撰写研究报告总数达 10092 篇。证券分析师正是通过专业的分析和判断，给个人投资者和机构投资者输出盈利预测和投资评级等研究成果，从而起到信息枢纽的作用。在分析师的产出中，盈利预测被认为是最基础和最重要的“产品”，且它是分析师进行投资评级的重要依据。因此，不论对于个人投资者还是机构投资者，分析师盈利预测是否准确以及那些因素影响了证券分析师盈利预测准确度至关重要。遗憾的是，国内学术界对分析师盈利预测准确度及其影响因素的研究尚不充分。故而，本文将在前人研究成果的基础上探讨这一问题。

本文共分为六章，在延伸国内外文献的基础上利用 2005 年至 2008 年最新的分析师盈利预测数据和上市公司财务数据提出了五个研究问题，构建了多元回归模型，并控制了公司规模、公司成长性、预测时间长度、分析师跟踪经验以及行业 and 年度等因素。

通过实证研究，本文发现：（1）跟踪分析师人数增加能提升盈利预测准确度，表明信息竞争能增加分析师的预测效率；（2）公司盈余管理程度与分析师盈利预测准确度无显著关系。但在分组样本回归中却发现当分析师存在乐观估倾向时盈余管理程度与分析师盈利预测准确度显著正相关，当分析师存在悲观倾向时，盈余管理程度与分析师盈利预测准确度负相关。表明上市公司管理层在分析师盈利预测出现乐观的时候有迎合分析师盈利预测的倾向，而当分析师盈利预测出现悲观的时候管理层会进一步创造“盈利意外”。（3）本文将巨亏和微利公司定义为具有强烈盈余管理动机的公司，发现具有强烈盈余管理动机的上市公司的盈利预测准确度显著降低。（4）机构持仓比率与证券分析师盈利预测准确度显著正相关，表明机构持仓带来的信息供给和外部压力有助于提升分析师盈利预测准确度；（5）盈余波动显著降低了分析师盈利预测准确度。此外，本文还发现盈利预测期间长度与盈利预测准确度呈显著负相关关系，表明证券分析师预测是一个动态吸收信息的过程；公司的规模和成长性对分析师盈利预测准确度无显著影响。

本文认为，投资者在搜集分析师盈利预测信息时，应着重对跟踪公司的分析师人数、机构持仓比率、盈余管理动机、盈余波动、预测时间长度等因素进行系统性考察，以更为科学的评估证券分析师盈利预测的准确度，从而改善其投资决策。此外，本文发现跟踪公司分析师人数和机构持仓的增加能对分析师形成有效的竞争压力和激励，促使分析师更充分的挖掘上市公司信息，进而提升整个证券市场的效率。因此，监管层应当积极培育一支健康的分析师队伍和逐步提高机构投资者持股比率。

关键词：证券分析师；盈利预测；准确度

Abstract

With the evolution of the securities market, stock analysts have become increasingly concerned by academic field and practitioners. It is estimated by CSMAR that 31 major broker houses of China have employed over 1002 sell-side stock analysts, who released 10,092 stock analysis reports to the market over the year of 2009. Via professional analysis and judgment skills, stock analysts work as an information hub between companies and investors by providing both individual investors and institutional investors with analysis outputs such as earnings forecasts and investment recommendations. Among the analysis outputs produced by sell-side analysts, earnings forecasts are the most important “products”, since they are considered as the basis of determining investment ratings. Hence, it is of great importance for investors to figure out whether such earnings forecasts are accurate and what factors would affect their accuracy. It is a pity that the research of analysts’ forecast accuracy is not sufficiently conducted by domestic scholars. Therefore, this paper steps forward and aims to discuss this issue based on predecessors’ work.

This paper is divided into six sections and extends the current research in literature and raises five research questions based on the earnings forecast data from 2005 to 2008. In order to erase other effects that would influence the earnings forecast accuracy, this paper controls scale of the firm, growth of the firm, time interval between the forecast-making date and the earnings announcement date, analyst following experience, year and industry effect.

Some major findings of this paper are listed as follows. (1) The increase of analysts following a certain firm can significantly promote the earnings forecast accuracy of the very firm. (2) In the pool estimation equation, the level of earnings management has no significant relation with earnings forecast accuracy. But when the total samples are split into optimistic forecasting sub-samples and pessimistic sub-samples, I find that the level of earnings management has significant relation with the forecast accuracy in the optimistic sub-sample group, whereas the level of earnings

management has significant negative relation with the forecast accuracy in the pessimistic group. (3) This paper finds that the strong incentive of manipulating earnings would result in a significant low analysts' earnings forecast accuracy. (4) Institutional ownership does significantly enhance the level of earnings forecast accuracy. (5) Historical earnings volatility reduces the forecast accuracy. Besides, this paper also finds that time interval between forecast-making date and earnings announcement date has significant negative relation with earnings forecast accuracy, indicating that analysts would take new information to improve their forecasts after the first forecast is made. Further, this paper also finds that company size and growth have no significant impact on analysts' forecast accuracy.

This paper suggests that investors should take the number of analysts following a certain company, institutional ownership, earnings management motivation, and earnings volatility into account when using analysts' earnings forecast to make better investment decisions. This paper also reached the conclusion that the increase in the number of analysts and institutional ownership would enhance the competition between analysts and stimulate analysts to work harder to dig the information of the very company. This process, in return, would improve the efficiency of the whole securities market. Thus, securities regulators, including but not limited to SFC, should commit to foster the stock analyst profession and enhance the institutional ownership of the market.

Key words: Stock Analyst; Earnings Forecast; Accuracy

目 录

第一章 绪论	1
1.1 选题背景	1
1.2 研究问题的提出和研究意义	3
1.2.1 研究问题的提出	3
1.2.2 研究意义	3
1.3 研究框架	4
第二章 文献综述	6
2.1. 国外相关研究综述	7
2.1.1 盈利预测准确度的度量与预测模型比较	7
2.1.2 证券分析师盈利预测准确度的研究	9
2.1.3 证券分析师盈利预测准确度影响因素的研究	11
2.2 国内相关研究综述	13
2.2.1 证券分析师盈利预测准确度的研究	13
2.2.2 证券分析师盈利预测准确度影响因素的研究	15
2.3. 文献评述	16
第三章 中国证券分析师概况和制度变迁	18
3.1 中国证券分析师概况	18
3.1.1 证券分析师定义和类型	18
3.1.2 我国证券分析师的发展概况	20
3.2 制度演进	22
第四章 研究设计	24
4.1 研究假设	24
4.2 研究变量	27
4.2.1 因变量的选取	27
4.2.2 自变量的选取	27
4.3 研究模型	32

4.4 研究样本选取	33
第五章 实证研究	34
5.1 描述性统计	34
5.1.1 盈利预测准确度.....	34
5.1.2 自变量描述性统计.....	37
5.2 实证检验	39
5.2.1 证券分析师选择跟踪标的的影响因素.....	39
5.2.2 分析师盈利预测准确度的影响因素.....	40
5.2.3 稳健性检验.....	44
5.3 讨论	47
第六章 研究结论、启示、局限性和研究展望	49
6.1 研究结论	49
6.2 研究启示	50
6.3 研究局限性	51
6.4 研究展望	51
参考文献	52
致 谢.....	58

Table of Contents

Chapter 1 Introduction.....	1
1.1 Research Background.....	1
1.2 Research Questions and Research Meaning.....	3
1.2.1 Research Questions	3
1.2.2 Research Meaning.....	3
1.3 Frameworks.....	4
Chapter 2 Literature Review	6
2.1. Related Researches Conducted by Foreign Scholars.....	7
2.1.1 Earnings Forecast Accuracy and Forecast Methods	7
2.1.2 Research on Earnings Forecast Accuracy.....	9
2.1.3 Research on Factors Affecting Earnings Forecast Accuracy.....	11
2.2 Related Researches Conducted by Domestic Scholars	13
2.2.1 Research on Earnings Forecast Accuracy.....	13
2.2.2 Research on Factors Affecting Earnings Forecast Accuracy.....	15
2.3. Sumarization of The Literature Review	16
Chapter 3 China's Analyst Profession and Related Policies.....	18
3.1 An Outline of China's Analyst Profession.....	18
3.1.1 Definition of Stock Analyst and Its Classification	18
3.1.2 Development of China's Stock Analyst.....	20
3.2 Related Policies.....	22
Chapter 4 Research Design	24
4.1 Research Hypotheses	24
4.2 Research Variables.....	27
4.2.1 Dependent Variable	27
4.2.2 Independent Variables	27
4.3 Research Model-Building	32

4.4 Sample Selection.....	33
Chapter 5 Empirical Research	34
5.1 Descriptive Statistics	34
5.1.1 Earnings Forecast Accuracy	34
5.1.2 Statistics of Independent Variables.....	37
5.2 Empirical Research Results	39
5.2.1 Factors Determining Analyst to Follow a Certain Firm	39
5.2.2 Factors Influencing Earnings Forecast Accuracy	40
5.2.3 Robust Tests.....	44
5.3 Discussions	47
Chapter 6 Conclusions, Suggestions, Limitations, and Future	
Researches.....	49
6.1 Conclusions.....	49
6.2 Research Suggestions.....	50
6.3 Limitations.....	51
6.4 Future Researches.....	51
References	52
Acknowledgements	58

第一章 绪论

1.1 选题背景

2010 年 2 月 17 日,《澳洲日报》的一则新闻将享誉全球的评级公司 Moody 推向了风口浪尖。该报当日的一篇报道详尽的披露了年仅 33 岁的分析师丹尼尔·约菲将麦格理银行等公司的内幕消息透露给他的同伴纳桑·斯特罗默从而牟利上百万澳元的内幕交易行为。虽然这次内幕交易的随着澳洲证券与投资委员会(ASIC)提起诉讼而尘埃落定,但它对证券分析师声誉的影响却并不是短时间内能够如事件本身那样随着投资者忘却而消失^①。

反观国内,过去的 2009 年我国证券市场在国家四万亿投资和量化宽松货币政策带动下企稳回升,因而 09 年的《新财富》和 10 年的《新财富》排行榜上露脸的分析师也显得格外引人瞩目,投资者似乎也忘记了他们在 07 年大肆宣扬的股市破万点的虚妄。在业内,《新财富》上榜最佳分析师年薪上百万已不再是新闻,个别买方分析师收入上千万也是业界公开的秘密。证券分析师的名字也随着股市的回暖出现在各种媒体上,《证券时间》、《凤凰财经》等国内知名的栏目不乏他们的身影。与十年前的证券分析师相比,他们拥有更高的学历,普遍拥有国内重点大学硕士以上的学历,博士学位也屡见不鲜;他们拥有更多的专业知识背景,通常具有跟踪行业的工作经验和学历背景,持有 CFA、FRM 和注册会计师等专业证书;他们拥有广泛的社会人脉关系,能直接与上市公司董事会秘书,甚至董事会进行沟通……

光鲜亮丽的背后,对分析师预测能力的质疑依然喧嚣尘上。《中国经营报》在 2010 年 3 月 13 日发表了题为《13000 份研报隐现投行潜规则:仅有三成研报能赚钱》^②的文章,直接对国内分析师预测能力提出质疑。通过对 2008 年 1 月 1 日至 2009 年 8 月 31 日期间券商发布的 1 万 3 千多份盈利预测报告进行研究,他们发现报告中的投资评级准确率不到 50%,仅有三成能赚钱。排名靠前的券商并无预测优势,其推荐的“增持评级股票”近半下跌,而市场上仅有的 259 分“卖出

^① 原载:《澳洲日报》2010 年 2 月 17 日。

^② 原载:《中国经营报》2010 年 3 月 13 日。

评级”股票却有 57%意外上涨。监管层的现场和非现场监督，让光环背后的证券分析师职业露出真实面目的冰山一角。在 2009 年 8 月 11 日深圳证监局针对基金公司的紧急抽查中，有三名国内知名基金公司的基金经理落马，另有数名研究人员被调查。而《第一财经日报》在 2009 年 8 月 6 日的新闻中则直击部分分析师代客理财遭遇查处的事件。这些事件也标志着监管层开始关注证券公司分析师的违规操作行为^①。

与市场的诟病形成鲜明对比的是，分析师职业却在一片质疑声中空前发展。根据 CSMAR 数据统计，2001 年全国仅有 10 个卖方证券分析师共发布 27 篇公司研究报告。此后，尽管市场一再低迷，但证券分析师的人数却呈几何式增长，2005 年卖方证券分析师人数增加至 298 人，当年发布 3988 篇研究报告。09 年卖方证券分析师人数更是首次突破千人，撰写研究报告总数达 10092 篇之多。在研究方法上，自 2003 年开始，基本面分析方法逐渐成为主流，这从根本上区别了过去以技术分析为手段的“股评家”和“分析师”。

事实上，分析师所承担的社会职能对于市场而言不可或缺。尽管经历了美国 1929 年的股灾和历次的金融危机，证券分析师的角色仍然受到各方面的肯定。美国证券交易委员会曾对分析师的社会职能做出赞许——“分析师让投资者充分了解信息，他们本身从各种渠道获得和消化信息，积极跟踪公司的信息并形成报告，从而在信息传递过程中扮演了主导角色。”美国高等法院此后更进一步肯定了分析师的作用——“分析师对市场的价值是毋庸置疑的，他们挖掘信息并进行分析的活动显著的改善了市场定价效率，因而对所有的投资者都是有益的。”我国也把培育一支业务笃实、行为合规的分析师队伍作为证券市场发展的目标之一。早在 2002 年，时任中国证监会副主席的史美伦便表示“我国将推出证券分析师制度，以利于我国证券市场的健康发展”。因此，尽管分析师备受诟病，但其社会职能却受到肯定。

而对于机构投资者和个人投资者而言，他们最关心的则是分析师是否能有效的改善其投资决策。一般认为，证券分析师主要有两大输出成果——盈利预测和投资评级，前者通常是后者的基础，被用于作为推荐评级的参照标准（Loh 和 Mian,2006）^[1]。因此，分析师盈利预测的准确度对投资者的重要性不言而喻。

^① 原载：《第一财经日报》2009 年 8 月 6 日——《监管风暴来临，多家券商研究员代客理财被调查》。

遗憾的是,我国的证券市场长期滞后于国外市场,直到 2005 年的股权分置改革才使其真正走上良性的轨道。此后,机构投资者的比率逐步提升,投资者人数基础也逐渐扩大。受到市场发展的制约,国内学术界对于证券分析师盈利预测行为的研究可谓凤毛麟角,现有的研究基本上建立在原有不健全的市场基础上。基于分析师数量和分析方法在近些年已经发生重要变化,前人的研究结果并不一定能很好的切合当前的市场环境。因此,本文将在前人的基础上,利用股权分置改革后 2005 年至 2008 年的最新数据延伸对证券分析师盈利预测行为的研究。

1.2 研究问题的提出和研究意义

1.2.1 研究问题的提出

本文利用 CSMAR 和 Wind 数据库 2005 年至 2008 年最新的分析师预测数据和上市公司财务数据对分析师盈利预测准确度的影响因素进行研究。在总结前人文献的基础上,本文将着重研究以下几个问题:

- (1) 跟踪同一公司的证券分析师人数增加是否能提升预测效率,从而对分析师盈利预测准确度具有促进作用?
- (2) 公司盈余管理程度是否与分析师盈利预测准确度负相关?
- (3) 具有盈余管理动机的公司的盈利预测准确度是否显著降低?
- (4) 机构持仓比率的增加是否能激励分析师更为努力的挖掘公司信息,从而改善盈利预测准确度?
- (5) 历史盈余波动性是否会对分析师盈利预测准确度产生消极影响?

文本将在构建的研究模型中控制公司规模、成长性、预测时间长度、分析师跟踪经验以及行业和年度等变量以系统性的研究上述问题。

1.2.2 研究意义

本文的理论意义和现实意义如下:

- (1) 丰富了国内证券分析师盈利预测行为的研究。林翔(2000)^[2]较早的对我国证券投资咨询机构的股票推荐行为进行研究,他认为分析师拥有一定的私有信息,但股票在公开推荐后却出现显著的负累计效应。此后,部分国内学者对分析师的行为进行研究(吴东辉和薛祖云,2005;胡奕明等,2003;李文贵,2007;

郑亚丽和蔡祥, 2008)^{[3][4][5][6]}, 但总体上对分析师盈利预测准确度影响因素的研究依然屈指可数。此外, 上述研究的数据主要取自股权分置改革之前的样本, 可能与当前的分析师行为存在差异。因而, 本文通过对分析师盈利预测准确度影响因素的系统性分析, 在承接前人研究成果的基础上, 丰富了证券分析师盈利预测行为的研究。

(2) 对投资者而言, 本文的研究具有重要的参考价值。投资者在接收不同公司的分析师盈利预测信息时, 一个最基本的问题是如何确定其预测盈余信息的可靠性。而本文对分析师盈利预测准确度影响因素的研究, 则有助于个人投资者和机构投资者判断特定公司盈利预测信息的准确度。

(3) 对于监管层而言, 本文的研究为其了解证券分析师提供了一个新的窗口。监管层对分析师监管的目标在于保证分析师跟踪行为高效的同时合法合规。本文的分析结果将有助于监管层了解分析师的盈利预测行为, 以改善其监管方式和制度。

1.3 研究框架

本文共分为六章:

第一章是绪论。主要概括本文研究的背景, 提出研究问题、研究意义和研究的框架。

第二章是相关文献综述。重点介绍了与本文相关的国内外盈利预测准确度及其影响因素的研究。

第三章是中国证券分析师概况和制度演进。主要介绍了我国证券分析师职业的发展历程、现状以及制度演进, 为本文的实证研究做背景铺垫。

第四章是研究设计。本文在前人研究的基础上归纳了可能影响证券分析师盈利预测准确度的因素, 并提出 5 个假设。此外, 第四章也对研究变量、研究模型和研究样本进行了度量、设定和筛选。

第五章是实证研究与讨论。主要对第四章提出的假设进行验证和稳健性检验, 并对研究结果进行讨论。

第六章是本文的研究结论、启示、局限性和研究展望。

Degree papers are in the "[Xiamen University Electronic Theses and Dissertations Database](#)". Full texts are available in the following ways:

1. If your library is a CALIS member libraries, please log on <http://etd.calis.edu.cn/> and submit requests online, or consult the interlibrary loan department in your library.
2. For users of non-CALIS member libraries, please mail to etd@xmu.edu.cn for delivery details.

厦门大学博硕士论文摘要库